

Tesoro 2024: la mayor participación de inversores domésticos y no residentes absorberá las mayores necesidades de financiación

Pese al objetivo de disminución del déficit público a cotas del 3% del PIB en 2024, las necesidades de financiación del Tesoro seguirán siendo elevadas. Además, el mercado deberá absorber toda la deuda que está en manos del BCE y que no reinvertirá. En este contexto, ponemos en perspectiva el volumen de deuda que deberá absorber el mercado durante este año.

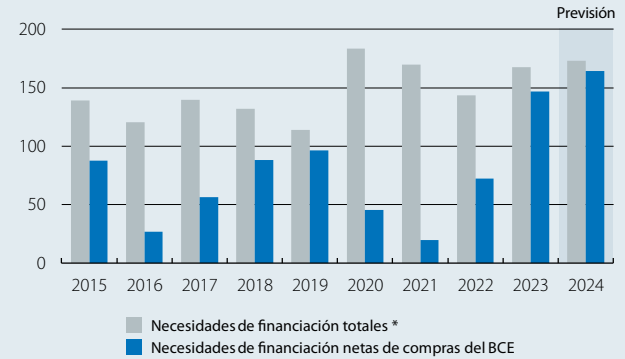
La estrategia del Tesoro, tras el fin de las compras netas por parte del BCE

La estrategia de financiación del Tesoro para 2024, publicada a mediados de enero, recoge una emisión neta prevista de 55.000 millones de euros que será cubierta íntegramente mediante instrumentos de medio y largo plazo. Es una cantidad elevada aunque inferior a los 65.000 millones de 2023. La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo, que añade las amortizaciones previstas, se elevará a 173.118 millones de euros, ligeramente superior a los 167.500 millones de 2023.

El cambio de escenario es destacable porque el BCE continuará y, de hecho, intensificará el repliegue iniciado en 2022. Recordemos que en el programa APP¹ las compras netas se prolongaron hasta junio de 2022; de julio de 2022 a febrero de 2023, se reinvertieron el 100% de los bonos que vencían; entre marzo y junio de 2023, se realizaron reinversiones parciales, y desde julio del año pasado las reinversiones son 0, de forma que la cartera va cayendo al ritmo que vencen los activos. Y en el PEPP (programa de expansión cuantitativa extraordinario por la pandemia), las compras netas se extendieron hasta marzo de 2022; entre abril de 2022 y junio de 2024, se acometerán reinversiones al 100; entre julio y diciembre de 2024, las reinversiones serán parciales, y, finalmente, a partir de 2025 cesarán y la cartera caerá al ritmo que vencen los activos.

Teniendo en cuenta toda esta información, en 2023, el BCE realizó compras netas de deuda soberana española negati-

España: necesidades de financiación del Tesoro (Miles de millones de euros)



Nota: * Las cifras de amortizaciones no incluyen las letras. Por ejemplo, se amortizarán letras por valor de 89.348 millones en 2023 y la Estrategia del Tesoro prevé que se amorticen 84.454 millones en 2024.

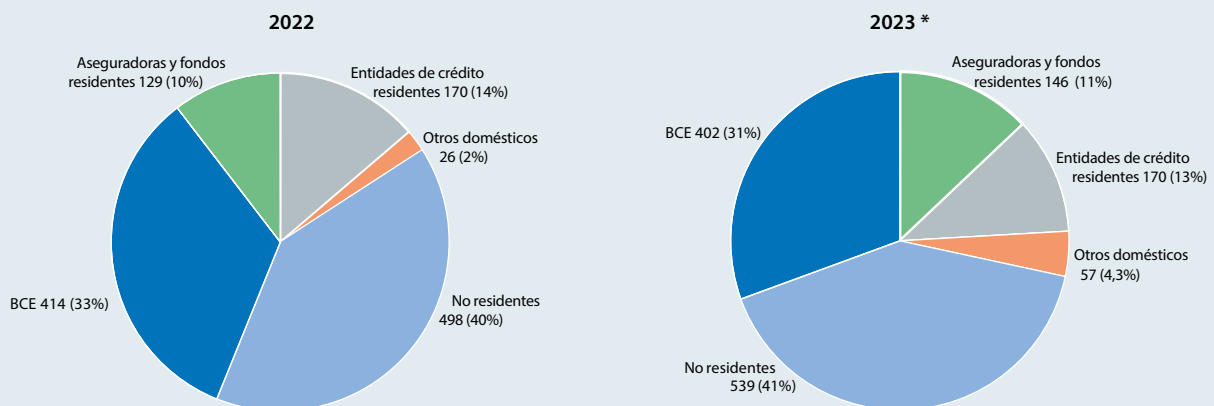
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

vas por valor de -15.000 millones de euros y reinvertió amortizaciones por valor de 36.000. En 2024, estimamos que el BCE realizará compras netas por valor de -38.000 millones y reinvertirá deuda a medio y largo plazo por valor en torno a los 47.000. A resultados de ello, las compras brutas del BCE serían, en 2024, 12.000 millones inferiores a las de 2023 (un 0,8% del PIB).

Pese al menor protagonismo del BCE, el contexto de mayores tipos de interés respecto al periodo 2016-2022 debería aumentar el atractivo de estos activos para los inversores, sean domésticos o no residentes, y facilitar la absorción de las necesidades de financiación de España, una tendencia que ya se ha observado en 2023. Así, las tenencias de la deuda española muestran una buena diversificación de la base inversora (véanse el segundo y tercer gráfico). En 2023 (datos hasta octubre), los inversores extranjeros mostraron su con-

España: tenencias de deuda del Estado (letras, bonos y obligaciones)

(Miles de millones de euros) Estructura (%)



Nota: * Datos de octubre de 2023.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

1. Desde 2014, el BCE ha adquirido activos bajo su programa de compra de activos, conocido como APP por sus siglas en inglés (Asset Purchase Programme), entre los que se encuentran títulos de deuda pública, bonos corporativos, bonos de titulización de activos y bonos garantizados.

fianza ampliando sus tenencias de deuda española (excluidas las letras) en 65.000 millones de euros respecto al cierre de 2022, muy por encima del promedio histórico 2003-2021 (16.400 millones). De esta manera, su peso sobre el total de tenencias de nuestra deuda (incluidas las letras, que suponen apenas el 5% de la cartera de deuda) ha subido al 41%, frente al 40% de finales de 2022, y han tenido una especial participación en las emisiones sindicadas de 2023.

Por otra parte, los inversores internacionales han reducido sus tenencias de letras en favor de los inversores domésticos. Los minoristas han liderado el interés doméstico en las letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico de 21.000 millones de euros hasta octubre de 2023. Como resultado, los inversores minoristas representan a esa fecha el 31,7% del total de tenencias de letras, que ascienden a 22.893 millones de euros, lo que los convierte en el principal tipo de inversor de este segmento. Así, los inversores domésticos en su conjunto cuentan con el 28,4% de toda la deuda (26,3% a finales de 2022).

Mirando el *stock* total, estimamos que la deuda pública en manos del BCE representará en 2024 un 30% del total de la deuda (un 32% del PIB), dejando el restante 70% (el 75% del PIB) en manos del resto de inversores. Entre 2012 y 2015, el volumen de deuda sobre el total en manos de actores que no eran el BCE superó con creces esta cifra (con un pico del 102% del PIB en 2014).

Otros factores de apoyo

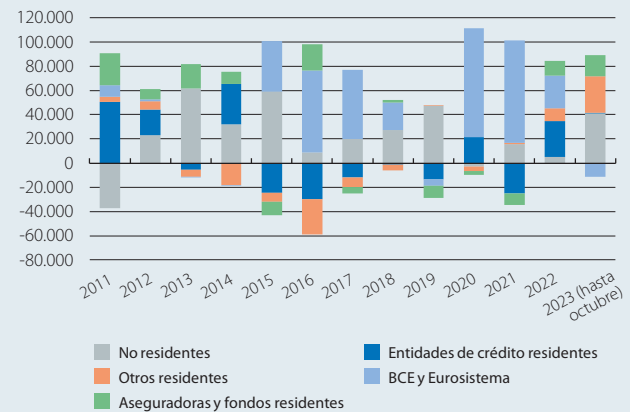
Hay otros factores, más allá del mayor protagonismo de los inversores privados, para entender en qué condiciones el Tesoro deberá satisfacer estas necesidades de financiación en 2024, como unos costes de financiación más favorables a pesar del endurecimiento monetario del último año, ahora en visos de deshacerse de forma gradual, y una vida media de la deuda larga.

En concreto, en 2023 el coste de financiación medio de las nuevas emisiones (incluidas las letras) repuntó hasta el 3,44%, tras situarse en el 1,35% en 2022 y en terreno negativo (-0,04%) en 2021. A pesar de esto, el coste medio del conjunto de la deuda ha repuntado de forma muy moderada, del 1,64% en 2021 hasta el 1,73% en 2022 y al 2,1% en 2023. Y es que, para anclar los bajos costes de financiación de los últimos años, el Tesoro optó por emitir en los tramos más largos de la curva de vencimientos. Ello ha permitido incrementar la vida media de la deuda española, que se sitúa en los 7,8 años.

En 2024 se prevé que el coste medio del conjunto de la deuda repunte de forma muy moderada, gracias al vencimiento de deuda emitida hace años a tipos superiores a los actuales y a la larga duración media. De esta forma, el pago de intereses para la deuda del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), teniendo en cuenta las expectativas actuales de los mercados que esperan una caída de los tipos de interés algo mayor que hace unos meses, se podría situar en 2024 en el 2,5% del PIB, un nivel similar al de 2023 pero muy inferior al de hace una década –en 2014, por ejemplo, alcanzaba el 3,5%–.

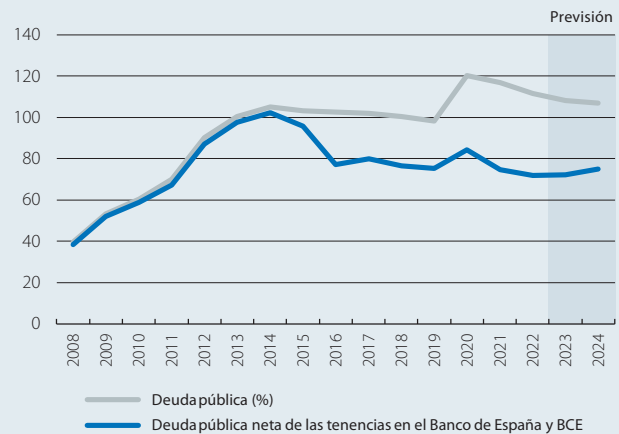
Mirando a medio plazo, en 2026, la factura de intereses del conjunto de las AA. PP. podría situarse alrededor del 2,6% del PIB, lo que conllevaría una factura por intereses de unos 44.000 millones de euros, comparado con los 35.000 que prevemos para 2023. Así, aunque el endurecimiento monetario se vaya deshaciendo, los costes de la deuda aún serán superiores a los de los años de tipos ultrabajos, de modo que se producirá un aumento paulatino del coste de la deu-

España: variación anual de tenencias de deuda del Estado (letras, bonos y obligaciones)
(Millones de euros)



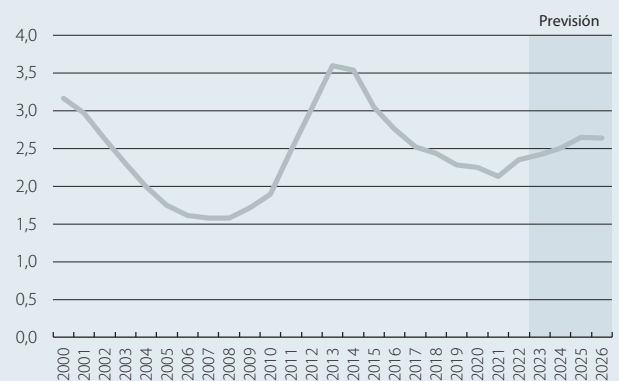
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro Público.

España: deuda pública
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del BCE.

España: pago de intereses de la deuda pública
(% del PIB)



Nota: Como el vencimiento medio es de 8 años, la predicción se realiza a partir del tipo de mercado implícito a 8 años.
Fuente: CaixaBank Research.

da. Por ello, y teniendo en cuenta la elevada deuda pública, será clave diseñar una estrategia de consolidación fiscal, gradual pero sostenida en el tiempo, y que se ajuste a las nuevas reglas fiscales aprobadas por la UE.

Javier Garcia-Arenas